

MAANDBERICHT OVER MEI 2011

Inleiding

De stijgende spanning in de periferie van de Europese monetaire unie lag ten grondslag aan een zwakke aandelenmarkt in de maand mei.

De AEX-Index verloor 2,9% op 349,44, terwijl de Amsterdam Midkap Index 2,4% inleverde op 636,61. De Amsterdam Smallcap Index hield het verlies beperkt tot 0,5% op 538,20.

De intrinsieke waarde per aandeel van het Add Value Fund daalde met 1,5% van € 33,02 naar € 32,51. Over de eerste vijf maanden van 2011 bedraagt het totale netto beleggingsresultaat van het Fonds +2,8%.

Per 1 juni 2011 is voor een bedrag van € 53,1 miljoen belegd in 18 ondernemingen. Het fondsvermogen bedroeg € 53,0 miljoen, zodat er een debetpositie was van 0,2% van het fondsvermogen.

De beurskoers, intrinsieke waarde per aandeel, het fondsvermogen en het aantal uitstaande aandelen per 1 juni 2011 zijn als volgt:

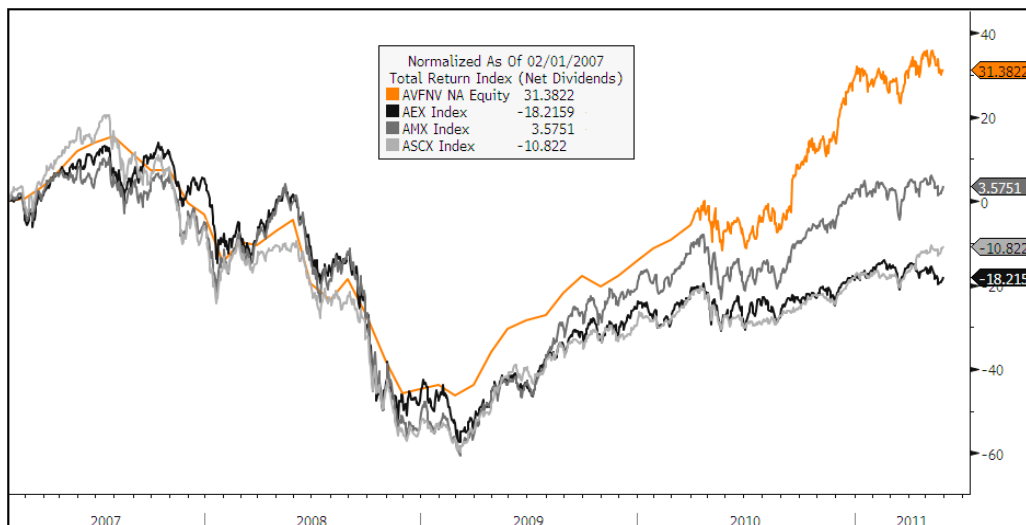
Beurskoers	€ 32,67
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 32,51
Fondsvermogen	€ 52.992.871
Aantal uitstaande aandelen	1.630.120

De rendementsvergelijking (%) in onderstaande tabel en grafiek is gebaseerd op het netto totaalrendement inclusief herbelegging van netto dividenden (vanaf 1 februari 2007):

	2007	2008	2009	2010	2011*	Cumulatief
Add Value Fund	-3,20	-43,10	+55,56	+51,20	+2,84	+33,24
AEX-Index	+5,33	-50,26	+41,90	+9,23	+0,71	-18,22
AMX-Index	-5,07	-50,45	+68,35	+28,71	+1,62	+3,58
AScX-Index	-6,12	-50,78	+51,95	+16,42	+9,07	-10,82

Bron: Keijser Capital Asset Management / Bloomberg

*Peildatum: 31/05/2011



Bron: Bloomberg, op basis van beurskoersen

Peildatum: 31/05/2011

Performance deelnemingen

(in %)		-12M	-6M	-3M	-1M
1.	TMC Group	+91,4	+54,1	+15,9	+5,4
2.	ASM International	+72,3	+53,2	-0,8	-0,5
3.	Aalberts Industries	+64,4	+22,0	+6,5	-3,7
4.	Koninklijke TenCate	+53,8	+10,7	+9,2	-7,9
5.	TKH Group	+52,6	+39,8	+33,6	+10,0
6.	Acomo	+52,4	+6,5	+3,1	-1,0
7.	HES Beheer	+37,2	+19,5	+10,8	+1,3
8.	Nedap	+34,6	+7,6	+3,5	-3,1
9.	UNIT4	+34,2	+19,6	+4,1	+0,1
10.	Brunel International	+28,9	+27,9	+10,2	-7,7
11.	LBI International	+23,4	+26,0	-1,0	-2,5
12.	Imtech	+20,6	+0,7	-0,1	+1,9
13.	Macintosh Retail	+11,5	+28,0	-3,4	-0,2
14.	Neways Electronics	+10,5	+14,8	-7,3	-1,4
15.	Sligro Food Group	+6,1	+13,1	+7,3	+3,0
16.	Telegraaf Media	-5,5	-3,0	-3,7	-6,5
17.	Hunter Douglas	-8,1	+6,0	-2,5	-7,9
18.	DPA Groep	-30,7	-35,2	-31,3	-12,2

- Op 12-maandbasis wordt de outperformance van het Add Value Fund breed gedragen door de core holdings in de portefeuille. Daarbij werd een extra bijdrage verkregen uit de prestaties van met name TMC Group, ASM International, Aalberts Industries, Koninklijke TenCate, TKH Group en Acomo;
- In de verslagmaand noteerden 6 van de 18 deelnemingen uit de portefeuille (=33%) hoger. Met name TKH Group onderscheidde zich in positieve zin. Koersdalingen manifesteerden zich bij Brunel International, Hunter Douglas, Koninklijke TenCate en DPA Groep;
- Het Add Value Fund behield op jaarbasis een ruime voorsprong ten opzichte van de Nederlandse marktindices.

Mutaties in de portefeuille

De belangen in **Macintosh Retail Group** en **TMC Group** werden licht uitgebreid. Door de aanvullende aankoop in TMC Group heeft het Add Value Fund nu een aanmerkelijk belang (5,01%) in de Eindhovense detacheringsgroep. De positie in **Brunel International** werd in bescheiden mate gereduceerd, waarmee een klein deel van de ruime outperformance van de achterliggende periode werd gerealiseerd.

Bedrijfsnieuws

UNIT4 (bedrijfssoftware) heeft opnieuw een grote overheidsopdracht in Australië binnengehaald. De Australische overheidsinstelling Office of the Commonwealth Director of Public Prosecutions (CDPP) gaat gebruikmaken van de ERP-oplossing Agresso Business World (ABW) en vervangt daarmee een bestaande SAP ERP-oplossing. In juli 2010 verkreeg UNIT4 nog een grote opdracht van het Ministerie van Onderwijs en Ontwikkeling van Queensland, waarbij 40.000 leerkrachten en administratieve medewerkers van meer dan 1.250 scholen in Australië gebruik zijn gaan maken van ABW. De CDPP is een onafhankelijke gerechtelijke dienst die is opgericht door het Australische parlement om strafbare feiten tegen de Commonwealth wet te berechten en om criminelen hun opbrengsten uit criminele activiteiten te ontnemen. Als dynamische organisatie met 590 werknemers en kantoren in alle Australische staten speelt de CDPP een belangrijke rol bij het bewaken van de rust en redelijkheid in de Australische maatschappij. De CDPP zal ABW via het internet uitrollen en processen van alle CDPP-projecten in het hele land stroomlijnen. ABW voldoet aan de wens

van CDPD voor een extreem veilig Financieel Management Informatie Systeem met weinig onderhoud dat altijd en overal te benaderen is. Door de flexibiliteit van het systeem bespaart de organisatie bovendien op de hoge kosten die aanpassingen in de meeste ERP-systemen met zich meebrengen. Volgens Ton Dobbe, Vice President Product Marketing van UNIT4, past het contract van CDPD perfect binnen de doelgroep van Businesses Living in Change – snel veranderende organisaties. De organisatie staat voortdurend bloot aan zowel intern- als extern gedreven bedrijfsverandering. De lage total cost of ownership die inherent is aan de ABW-oplossing, is een direct resultaat van de VITA-architectuur waarop Agresso is gebaseerd en waarmee UNIT4 zich onderscheidt van andere leveranciers. De consensustaxatie van de winst per aandeel 2011 van UNIT4 bedraagt € 1,80 (2010: € 1,52). Naar onze inziens is deze analistenverwachting aan de lage kant. UNIT4 is momenteel de grootste holding in de portefeuille.

Imtech (technische dienstverlening in Europa) maakte bekend dat het in toenemende mate actief is op de mobiliteitsmarkt in Oost-Europa. Onlangs werden doorbraken gerealiseerd voor hightech verkeersoplossingen in Rusland, Litouwen en Roemenië en werd de bestaande trafficpositie in Polen en Kroatië versterkt. De orderportefeuille voor verkeersoplossingen in Oost-Europa bedraagt circa € 25 miljoen. Op basis hiervan verwacht Imtech verdere groei voor implementatie van technische verkeersoplossingen in en tussen economische knooppunten in deze regio, waar mobiliteit en doorstroming van verkeer hoog op de politieke agenda staan. Imtech maakte voorts bekend dat het in opdracht van MVV Energie AG in Duitsland de duurzame technologie verzorgt in een nieuw te bouwen afval-/energiecentrale in Plymouth in het zuidwesten van Engeland. De opdracht heeft een totale waarde van ruim € 30 miljoen. Het winnen van duurzame energie uit huishoudelijk afval wordt steeds belangrijker in de samenleving. Imtech beschikt over nagenoeg unieke competenties en referenties op dit gebied en is in staat afval op zeer energie-efficiënte wijze om te zetten in duurzame warmte en elektriciteit met een groot vermogen. De kennis hiervan is afkomstig uit Imtech Deutschland. Deze knowhow wordt in toenemende mate intern binnen Imtech gedeeld, teneinde – conform de groeistrategie 2015 – ook in andere Europese landen te worden toegepast, zoals nu in Engeland. Op de energiemarkt kan Imtech zodoende verdere autonome groei in Europa tot stand brengen. De groep meldde tevens twee kleine acquisities. In Noorwegen werden de activiteiten van de elektrotechnische dienstverlener Elajo Installasjon AS overgenomen. Op jaarbasis realiseert Elajo in Oslo en omgeving met bijna 60 medewerkers opbrengsten van circa € 7 miljoen. In Hongarije werden de activiteiten van YIT overgenomen die op jaarbasis ruim € 10 miljoen aan de opbrengsten toevoegen en met circa 50 medewerkers worden gerealiseerd. Beide overnames dragen direct bij aan de winst per aandeel. Wij handhaven onze prognose van de winst per aandeel 2011 op minimaal € 2,25 (2010: € 2,00), waarmee de aandelen Imtech tegen de huidige beurskoers van € 25,40 onze inziens bescheiden worden gewaardeerd.

Detacheerder **Brunel International** rapporteerde solide eerste kwartaalcijfers 2011. De omzet steeg met 36% van € 167,0 miljoen over de eerste drie maanden van 2010 naar € 227,4 miljoen. De brutowinst nam met 31% toe van € 35,5 miljoen naar € 46,4 miljoen. De EBIT steeg van € 9,8 miljoen naar € 15,8 miljoen (+61%), waardoor de EBIT-marge verbeterde van 5,9% tot 7,0%.

Brunel Energy, marktleider in de wereldwijde olie- en gasmarkt, realiseerde een omzet van € 147 miljoen, een stijging van 41% ten opzichte van dezelfde periode van 2010. Deze stijging was voornamelijk te danken aan een groot aantal uitzettingen op projecten in Australië. De omzetbijdrage van twee grote Australische projecten, Kipper Tuna Turrum en Devil Creek, bedroeg dit kwartaal € 38 miljoen. Het Devil Creek-project werd eind maart afgerond, zodat de omzet van Brunel Energy het komende kwartaal enigszins zal achterblijven.

Brunel Europa ontwikkelde zich goed in de eerste drie maanden van het lopende jaar. Met name in Duitsland (omzet +41% ten opzichte van 2010Q1) was sprake van een krachtige groei met tevens een fraaie brutomarge van 40% (2010Q1: 39%). Nederland herstelde eveneens (omzet +18%, brutomarge 34% - 2010Q1: 35%), maar in verhouding minder sterk dan Duitsland.

Het management verwacht een aanhoudende groei gedurende het lopende jaar, maar spreekt terughoudend over de vooruitzichten voor de Nederlandse markt waarover meer onzekerheid bestaat dan in de Duitse en wereldwijde Energie-markten. Ten aanzien van Brunel Energy wordt gewezen op de traditioneel aanwezige onzekerheden met betrekking tot de timing van de uitvoering van de verschillende projecten, die op kwartaalbasis tot onverwachte

verschuivingen kunnen leiden. In het tweede kwartaal 2011 zal Brunel de gevolgen van uitdagende marktomstandigheden in Kazachstan en de uitgestelde activiteiten in Libië mede het hoofd moeten zien te bieden. Voor geheel 2011 voorziet het management een omzetgroei van ten minste 20% tot ruim € 865 miljoen. De consensustaxatie van de winst per aandeel 2011 staat op € 1,98 (2010: € 1,09). Tegen de huidige beurskoers van € 31,30 worden de aandelen daarmee verhandeld op 15,8 maal de getaxeerde winst en bedraagt het dividendrendement 2,6% op basis van het historische dividend van € 0,80 per aandeel.

Hunter Douglas (raambekleding en architectonische producten) rapporteerde eerste kwartaalcijfers 2011 die per saldo een lichte stijging van de omzet en resultaten ten opzichte van de vergelijkbare periode 2010 lieten zien. De omzet steeg met 10% van US \$ 535,5 miljoen naar US \$ 588,8 miljoen. Deze omzettoename was voor 4,9% het gevolg van volumegroei, kwam voor 3,1% voor rekening van acquisities en was voor 2,0% het gevolg van een positief valuta-effect. Het EBITDA-resultaat kwam ruim 3% hoger uit op US \$ 33,7 miljoen (2010Q1: US \$ 32,7 miljoen). De resultaten in Europa en Latijns Amerika verbeterden, maar waren lager in de andere gebieden. Er werd voor een bedrag van US \$ 1 miljoen aan reorganisatielasten besteed. Het resultaat op de Investment Portfolio bedroeg US \$ 2,0 miljoen (2010Q1: US \$ 3,3 miljoen). Als gevolg van een belastingbate van US \$ 4,4 miljoen (2010Q1: - US \$ 1,1 miljoen) kwam het netto resultaat uiteindelijk 11,5% hoger uit op US \$ 15,5 miljoen (2010Q1: US \$ 13,9 miljoen). Het management handhaafde haar eerdere kwalitatieve outlook, waarin gewag wordt gemaakt van aanhoudend uitdagende marktomstandigheden in Europa en Noord-Amerika, gezamenlijk goed voor circa 80% van de groepsomzet, en van een voortgaande sterke groei in Latijns-Amerika en Azië. Wat dit laatste betreft menen wij dat de groei van Hunter Douglas zich met name in de tweede helft van 2011 zal manifesteren, zodra additionele productiecapaciteit beschikbaar komt.

Wij memoreren dat het eerste kwartaal van Hunter Douglas traditioneel het zwakste is en als zodanig nauwelijks maatgevend voor het gehele jaar kan worden beschouwd. Wij hanteren een winst per aandeel 2011 van € 3,75 (2010: € 3,24) waaruit een dividend van € 1,50 betaalbaar kan worden gesteld. Tegen een beurskoers van € 32,50 wordt het aandeel Hunter Douglas onzes inziens met een multiple van 8,7 maal de verwachte winst voor het lopende jaar en een dividendrendement van 4,6% uiterst karig gewaardeerd.

Koninklijke TenCate (ontwikkeling en productie van functionele materialen met onderscheidende eigenschappen op basis van een combinatie van textieltechnologie, chemische processen en materiaaltechnologie) heeft een overeenkomst gesloten om een minderheidsbelang te nemen in Hellas Construction Inc in Austin, Texas in de Verenigde Staten. Hellas richt zich in Noord-Amerika op de bouw van kunstgrasvelden en atletiekbanen. De aankoop van het minderheidsbelang vormt een waardevolle bijdrage aan het strategisch concept van TenCate inzake het waardeketenbeheer in de kunstgrasmarkt. Het niet-beursgenoteerde Hellas Construction is een toonaangevend bedrijf in de Noord-Amerikaanse markt voor sportvelden en atletiekbanen. Onderdelen van het businessmodel zijn de productie van kunstgras tapijt, constructie van de onderbouw, installatie en onderhoud voor sportvelden, atletiekbanen en tennisbanen. Als zodanig heeft het bedrijf de controle over alle noodzakelijke bedrijfsprocessen om zijn producten rechtstreeks aan te bieden aan de eindgebruiker, zoals marketing & sales, kwaliteitscontrole en project management. Het voornemen bestaat een nauwe relatie te vormen tussen TenCate Grass en Hellas teneinde hoogwaardige kunstgrasvelden en sportvloeren te vermarkten in de Verenigde Staten. TenCate zal Hellas voorzien van haar behoeftes op het gebied van research & development, hoogwaardige kunstgrasvezels, backings en productie van gras tapijt. Gedurende de periode 2004 – 2010 realiseerde Hellas een samengestelde jaarlijkse omzetgroei van 45% met “gezonde financiële resultaten”. TenCate lijkt hiermee haar afzetpotentieel in Noord-Amerika te hebben versterkt. Wij taxeren een winst per aandeel 2011 van € 2,40 (2010: € 1,84), waarmee de aandelen TenCate tegen de huidige beurskoers van € 29,25 ruim 12 maal de verwachte winst doen. Gezien het interessante groeipotentieel van KTC achten wij deze waardering uiterst bescheiden. Daarbij bedraagt het dividendrendement een alleszins aantrekkelijke 3%.

Amsterdam Commodities (Acom) meldde dat de activiteiten zich in het eerste kwartaal van 2011 positief hebben ontwikkeld. De handel bleef actief en de prijzen van de meeste grondstoffen bleven op hoog niveau. Alle activiteiten van de Groep waren winstgevend en in lijn met de gunstige trend van het vierde kwartaal 2010. Markttechnisch gezien is er

sprake van toenemende nervositeit ten aanzien van de hoge grondstoffenprijzen. Grote waakzaamheid is derhalve geboden. De volatiele ontwikkeling van de koers van de US-dollar ten opzichte van de Euro is een ander aandachtspunt. De ontwikkelingen in het eerste kwartaal 2011 geven vertrouwen, na een uitstekend jaar 2010 en in aanmerking nemend dat in 2011 de activiteiten die in 2010 werden overgenomen voor een volledig jaar zullen bijdragen aan de resultaten. Dit impliceert dat Van Rees Group (handel in thee) en Red River Commodities Group (eetbare zaden) in plaats van acht maanden nu twaalf maanden gaan bijdragen en voor King Nuts (noten en rijstcrackers) geldt een volledige jaarbijdrage in vergelijking met slechts drie maanden in 2010. Gunstige marktomstandigheden zijn evenwel geen permanent gegeven en het is, volgens het Acom-management, te vroeg om een uitspraak te doen over de verdere ontwikkelingen van de markten in 2011, en dus over de resultaten van de Groep. Desalniettemin heeft het bestuur vertrouwen in de aanwezige teams om onder alle marktomstandigheden positieve resultaten te blijven realiseren en de activiteiten van de Groep verder te blijven ontwikkelen.

Wij taxeren een winst per aandeel van minimaal € 1,00 voor het lopende jaar in vergelijking met € 0,865 over 2010. Indien de pay out gehandhaafd blijft op 58%, impliceert onze winsttaxatie een (contant) dividend van € 0,58 per aandeel. De huidige beurskoers van € 10,16 waardeert het aandeel Acom daarmee op 10 maal de verwachte winst en een dividendrendement van 5,7%. Ondanks de sterke koersstijging van 2010, toen er een performance van +104% werd gerealiseerd, blijft het aandeel een aantrekkelijke belegging voor de middellange termijn.

Aalberts Industries (Industrial Services en Flow Control) heeft overeenstemming bereikt met Air Liquide met betrekking tot de overname van Lamers High Tech Systems te Nijmegen onder voorwaarde van goedkeuring van de mededingingsautoriteiten. Lamers is sinds 1984 actief in het ontwikkelen, engineeren, produceren, assembleren, testen en kwalificeren van systemen voor de regeling en distributie van hoogzuivere gassen en chemicaliën. Deze systemen worden gebruikt in fotolithografische systemen die geleverd worden aan de halfgeleiderindustrie en MOCVD-apparatuur (metal organic chemical vapour deposition) die geleverd wordt aan de LED industrie. De systemen van Lamers worden ook toegepast in de productielijnen van fotovoltaïsche systemen ten behoeve van de zonne-energie sector. De markten voor LED en zonne-energie zijn snelgroeiende markten voor duurzame energie, waarin Aalberts via haar Industrial Services divisie streeft naar een groter marktaandeel. Daarnaast is Lamers actief in het installeren op locatie van leidingsystemen voor hoogzuivere gassen en vloeistoffen alsmede hook-up activiteiten (het leggen van electrotechnische verbindingen tussen verschillende componenten). Lamers genereert met circa 300 medewerkers een jaarlijkse omzet van ongeveer € 90 miljoen op twee productielocaties in Nijmegen en Kerkrade. Het ervaren managementteam zal de onderneming blijven leiden op de bestaande locaties en samen met de aanwezige medewerkers. De overname wordt gefinancierd uit kredietfaciliteiten en zal naar verwachting direct bijdragen aan de winst per aandeel.

Deze overname past uitstekend in het profiel van Aalberts Industries. De consensustaxatie van de winst per aandeel 2011 van € 1,30 (2010: € 1,10) krijgt hiermee zeker verdere onderbouwing. Tegen de huidige beurskoers van € 16,50 wordt thans 12,7 maal de getaxeerde winst voor de aandelen Aalberts Industries betaald. Gezien het lange termijn track record van de winstgroei van jaarlijks circa 15% is deze waardering niet als hoog te kwalificeren.

Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 1 juni 2011 betreffen:

Onderneming	Percentage ¹
UNIT4	11,6%
Imtech	8,8%*
Brunel International	8,3%
Hunter Douglas	8,2%
Nedap	8,0%
LBi International	7,3%
ASM International	6,9%
Koninklijke TenCate	6,8%
Neways Electronics International	6,0%
Amsterdam Commodities	4,7%
Overige 8 ondernemingen	23,6%
Liquiditeiten en overige	-0,2%
Totaal	100,0%

*weging exclusief optiepositie

Vooruitzichten

De aandelenmarkten staan in de eerste week van juni onder druk van de monetaire onzekerheden die samenhangen met de Griekse crisis en het binnenkort aflopen van de tweede ronde van de kwantitatieve verruiming door de FED. In schril contrast hiermee staan de overwegend gunstige berichten van de zijde van de ondernemingen uit onze portefeuille. Op basis van onze taxaties voorzien wij voor het lopende jaar een gemiddelde winstgroei van circa 20% bij onze 18 deelnemingen. De halfjaarcijfers, die vanaf eind juli worden gepubliceerd, zullen een verdere ondersteuning van onze taxaties dienen te geven.

Omdat de portefeuille is samengesteld uit ondernemingen die een toonaangevende positie in hun bedrijfstak innemen en bovendien zeer solide zijn gefinancierd, zien wij een periode van lagere economische groei met vertrouwen tegemoet. Daarbij komt dat wij ook de komende maanden een positieve invloed op de winstcapaciteit vanuit een aanhoudend hoge overname- en fusie-activiteit voorzien. Derhalve handhaven wij een volbelegde portefeuille.

Wij vertrouwen erop u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd en zijn desgewenst gaarne bereid tot het geven van een nadere toelichting.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Karel Vogel
Willem Burgers

Amsterdam, 8 juni 2011

¹ Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen